

プラザ合意とバブル期の金融政策

飯田 幸裕

第1節 イン트로ダクション

本論では、1980年代後半の日本経済に焦点を当て、1985年のプラザ合意から1987年のルーブル合意、バブル経済の形成までを概観した上で、経済指標の動きを参考にしながら、国際政策協調、日本銀行の金融政策について再考する。

1980年代後半は、それ以降の日本経済にとって重要な意味を持つ時期である。プラザ合意後の大幅な円高による直接投資の増加は、生産工程の分割を促した。また、消費者物価など生活に身近な物価が比較的安定する一方、地価・株価など資産価格は大幅に上昇することによって、日本銀行の金融政策運営は結果として難しくなった。その結果がバブル経済崩壊後の不況である。

この時期はまた、アメリカとの貿易摩擦、金融政策に関する国際政策協調など外交面でも判断の難しい局面が多かった時期である。それぞれ政策当局の対応は、十分な予測の上で行われているものと思われるが、正確な認識に基づく対応が取れているかどうかはわからない。歴史から学ぶことのできる教訓は数多くあり、それぞれが重要な意味を持っているが、どの教訓を適用するかについてのノウハウが、実際には最も重要なものである。国際政策協調によって採られた政策であっても、状況判断が正しくない場合には、その政策は適当な処方箋とはならないし、状況判断が正しくても、国際的な圧力により適当な処方箋ではない政策となってしまうこともある。1980年代後半の日本経済は、良い意味でも悪い意味でも変化が大きく、その分得られる教訓も多かったといえることができる。

第2節では、プラザ合意からルーブル合意までの日本経済の動向、経済政策と、国際政策協調について触れる。第3節では、消費者物価、地価・株価を中心に、いくつかの経済指標を概観する。第4節では、日本銀行、アメリカFRB、ドイツ Bundesbank

ンクの金融政策運営を概観した上で、国際政策協調と為替レート安定という観点から日本銀行の金融政策について述べる。第5節では、全体をまとめ、政策提言を行う。

第2節 プラザ合意からルーブル合意までの国際政策協調と日本経済

1980年代半ばには、日本の経常収支黒字やアメリカの経常収支赤字に代表される国際収支不均衡にどのように対処するかが、国際経済上の大きな課題となっていた。この不均衡の主な原因は、日米間のマクロ経済構造の違いであるとされている。

日本は、1970年代半ば以来、民間設備投資が停滞的であり、政府支出は1980年代に入って緊縮気味に推移する一方、貯蓄率が高かった。IS（貯蓄・投資）バランス上、経常収支黒字が生じる構造となっていたのである。

この状況を簡単に説明する。GDP(国内総生産)の支出面は以下のようになっている。

$$Y = C + I + G + EX - IM \quad (1)$$

Y：国内総生産、C：消費、I：投資、G：政府支出、EX：輸出、IM：輸入
上式の両辺から租税 T と消費 C を差し引くと以下ようになる。

$$Y - T - C = I + G - T + EX - IM \quad (2)$$

左辺は可処分所得 (Y - T) から消費 C を引いているので、貯蓄と考えることができる。これを S として、(2) 式を整理すると以下ようになる。

$$EX - IM = (S - I) + (T - G) \quad (3)$$

(3) 式の左辺は貿易収支（経常収支）、右辺は貯蓄・投資バランスと財政収支となっている。財政収支を一定として、貿易収支（経常収支）が黒字になっていると、それは事後的に、貯蓄が投資を上回っていることで説明できる。

他方、アメリカは財政赤字拡大と財政支出に刺激された好景気で経常収支赤字が拡大しつつあった。さらに、1980年代初めの強力な金融引締めとそれに続く財政支出拡大で高金利が持続したため、資本流入を招き、ドル高となった¹。(3)式によるISバランス論から考えると、経常収支が赤字で、財政赤字であると、投資が貯蓄を上回っていることで説明が可能になる。また、経常収支が赤字であることは、支払いが多くなっていることを意味し、その分は対外債務という形で、債権国から債務国（ここではアメリカ）への投資に振り向けられる。当時のアメリカに流入していた資本は、生産的な投資というより、軍事支出による財政赤字の資金調達源となっており、将来返済できるかどうかというサステナビリティ問題も生じていた。

日本の経常収支黒字、アメリカの双子の赤字とドル高という環境の中で「強いドル」を支持してきたアメリカのレーガン政権は、日本や西ドイツに対して資本・為替取引の自由化、内需拡大・輸入促進を求めていたが、1985年初めから徐々に政策スタンスが変化した。ドル高によってアメリカの工業製品の国際競争力が弱まり、貿易赤字が拡大したこと、その影響で国内での保護主義的な動きが活発化したことなどが背景にある。また、多額の資本流入によりドル高になっていたことから、ドルが過大評価されているという投資家の判断、それによるドル売りと世界経済への影響が懸念されたのである。そこでアメリカは1985年2月頃からドル高抑制のための介入に乗り出し、同年半ばにはドル高是正のための国際協調に向けた動きを本格化させた。

アメリカ国内での保護主義的な動きは、日本にとっては懸念材料であった。そこで、日本はレーガン政権の主張する輸入促進・市場開放政策の強化、ドル高是正への国際協調へ歩み寄る決意を固めていたが、輸入を促進する上での内需拡大に対しては、財政出動よりも外国為替市場介入による効果を望んでいた²。それは、中曽根政権が赤字国債の累積に対し、財政再建を目ざしていたからである。また、日本側では、ドル高と国際収支不均衡の原因と考えられる財政赤字を削減するように求めていたが、アメリカ側は財政赤字の削減には消極的であった。さらに、アメリカは、ドル高是正について、外国為替市場介入による効果には期待しておらず、日本の内需拡大策によるドル高是正を求めていた。日本とアメリカはドル高是正が必要であるという共通の認識

を持っていたが、日本はアメリカの対応を、アメリカは日本の対応を望んでおり、それぞれ異なるプロセスを期待していたのである。

1985年6月から、日米間でドル高是正策の検討が開始され、イギリス・フランス・西ドイツと調整した上で、9月22日に「プラザ合意」に至った。主要非ドル通貨の対ドル・レートについてある程度の秩序ある上昇が望ましいという内容の合意がなされ、翌日から外国為替市場への大規模な協調介入が始まった。目標となる為替レート水準はなかったが、協調介入の効果は顕著で、1985年末には1ドル200円前後にまで円高ドル安が進んだ³。

ここで日本は、協調介入の効果を強めることを目的に、1985年10月15日、12月28日に内需拡大策を発表した。日本銀行は、当初、公定歩合の引き下げによって日米の金利差が拡大し、再びドル高に戻ることを懸念していたが、内外から利下げ圧力が強まり、円高が定着したとの判断から、1986年1月30日、公定歩合を2年3カ月ぶりに0.5%下げて、4.5%とすることを発表した。ここから1987年初めに至るまで、内需拡大に関する国際的な圧力に対しては、財政拡大が抑えられる一方、金融政策が用いられ、マネーサプライが大きく伸びていったのである。

その後円高は想定以上のスピードで進み、輸出製造業を中心に景気は急速に悪化して、いわゆる「円高不況」となった。日本における景気後退への懸念と、世界における持続的成長、累積債務国の負担軽減のため、1986年3月7日、日本銀行はアメリカ、西ドイツとの協調利下げを行い、公定歩合を4.0%とすることを発表した（3月10日実施）⁴。

日本の経常収支黒字は、Jカーブ効果や円高に伴う景気後退などのため、1986年に入るとさらに拡大した⁵。政府は4月8日、景気対策として、規制緩和等の推進による民活を利用した市街地再開発や新市街地開発の促進などを盛り込んだ「総合経済対策」を発表した。日本銀行もさらなる金融緩和に動き、4月19日、公定歩合を0.5%引き下げ、3.5%にすることを発表した（4月21日実施）。このときの公定歩合引き下げの発表では、国内景気については、個人消費や非製造業の設備投資が底固い一方で、輸出が減少傾向、輸出関連企業の設備投資に慎重さが出てくるなど、顕著な表現は見られない。物

価面では、一部大都市の土地価格が需給の逼迫から値上がりしているという内容が出てきているが、物価全体では安定基調が崩れる懸念は少ないとしている。また、アメリカの公定歩合の引き下げについて触れており、海外金利の低下傾向は今後も持続する公算が強い、としていることから、国際的な動向への意識が国内経済に対してよりも相対的に強いことがわかる。

この利下げの際に、日本は円高がさらに進むことを懸念して、外国為替市場への協調介入の実施を望んだが、日本の経常収支黒字が拡大する中では欧米諸国はこれに応じなかった。1986年5月30日、日本政府は中小企業対策、雇用対策、円高差益還元策を中心とする「当面の経済対策」を発表した。その後、政府の日本銀行に対する利下げ要望が強まり、夏にはアメリカが利下げに動いて、日本に対してもさらなる利下げを要望してきたが、日本銀行は、景気は底堅く、また株価・地価の上昇傾向も強いとして、しばらく利下げには応じなかった。

1986年夏ごろから、アメリカ国内で保護主義的な動きが再び高まり、日本に対する内需拡大要請がさらに強まった。これを受けて、9月に日米蔵相会談が行われ、日本側は新たな内需拡大政策を約束した。9月19日、政府は総額3兆6,360億円に及ぶ「総合経済対策」を発表した。これに対して、日本銀行は10月31日、公定歩合を0.5%下げ、3.0%とすることを決定した（11月1日実施）。ほぼ同時に、日米蔵相共同声明が発せられ、日米間のマクロ経済政策協調が謳われた⁶。

この共同声明後、円高は止まり、為替レートは1ドル150円台半ばで安定した。その後、年末にかけて為替レートは160円台前半で推移し、景気にも下げ止まりの気配が見られた。しかしながら、年末から1987年初めにかけて、アメリカの貿易赤字拡大が明らかとなり、ヨーロッパでEMS体制が動揺したことなどから、再び円高が進んだ。1987年1月中旬に為替レートが一時1ドル150円を切ったことを受けて、日米蔵相会談がもたれた。以上の動きを受け、日本銀行は2月20日、公定歩合をさらに0.5%引き下げ、歴史的な低金利となる2.5%とすることを決定した（2月23日実施）。この公定歩合引き下げの発表では、全体としての景気拡大テンポは鈍化傾向にあり、為替レートが不安定な動きをしていることに触れている。特筆すべきは、為替レートの安定を

確保するためには主要国の協調が不可欠であるという内容、さらにアメリカとの協力の再確認に触れた上で、今後の主要国の一層の協調に期待するという内容である。先にも述べたが、国際的な動向、国際政策協調に対する日本銀行の意識の強さがあらわれている。これに加えて、国内の金融情勢では緩和が進む一方、物価の安定基調が崩れることはないとしており、資産価格に関する内容には触れられていない⁷。

この利下げの発表直後、パリで G7 会合が開かれ、為替レートを現在の水準の周辺に安定させることを促すために緊密に協力するという内容に合意がなされた。これがルーブル合意である。

為替レートはルーブル合意によって一時 1 ドル 140 円台で安定した。これまで円高不況の影響を受けてきた製造業も、景況が横ばいに転じたが、雇用状況はあまりよくなかった。この時期には国際的な摩擦が激化し、1987 年 4 月には、アメリカは日本が日米半導体協定に違反したとして一部製品に報復関税をかけることを発表した。

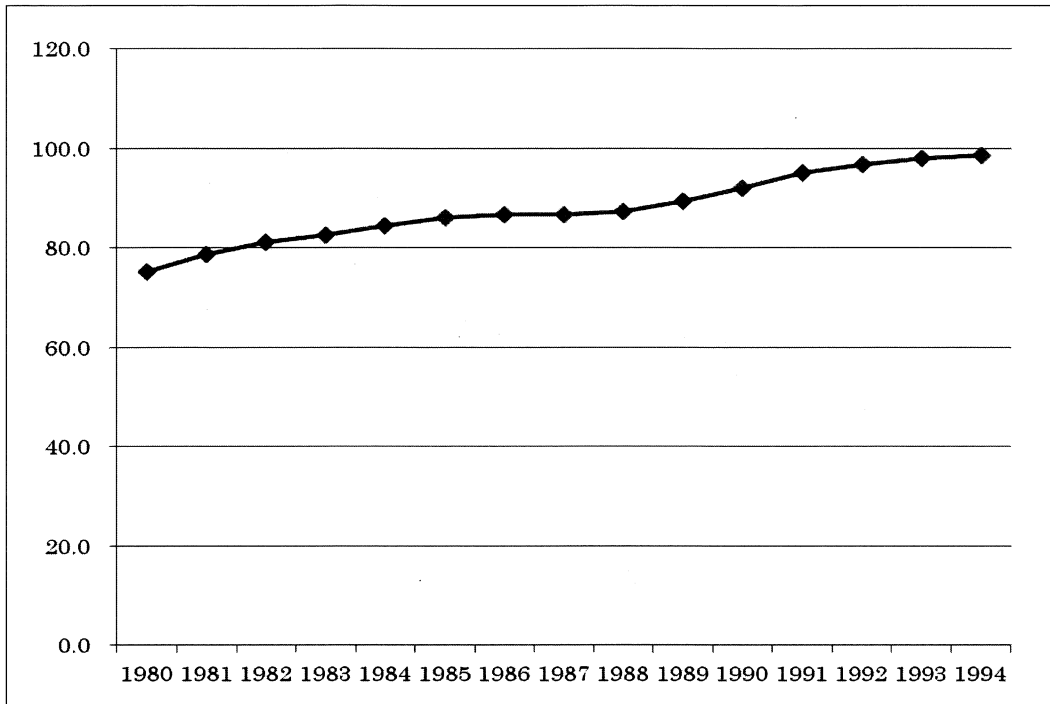
このような国内外の状況に対して、政府は 1987 年 5 月 29 日、財政出動を含んだより大規模な内需拡大政策として、総額 6 兆円の「緊急経済対策」を発表した。すでに景気は回復傾向にあったが、この「緊急経済対策」を契機に回復速度を上げて、日本経済は内需拡大による好景気に入った。この時期に、マネーサプライ増加率も増勢を強め、地価・株価が急激に上昇し始めたのである。

第 3 節 バブル期前後の価格の動き

本論の研究対象は 1980 年代後半の日本経済であるが、ここではその前後にまで期間を拡げて、価格の動きを見ていくことにする。

図表 1 は、1980 年から 1994 年までの消費者物価指数の動きである。先に見たように、1986 年から 1987 年の日本銀行による公定歩合引き下げの発表の際にも、物価の動きは安定しているという内容があるように、図表からも特に大きな変化は観察されず、緩やかな上昇トレンドであることがわかる。

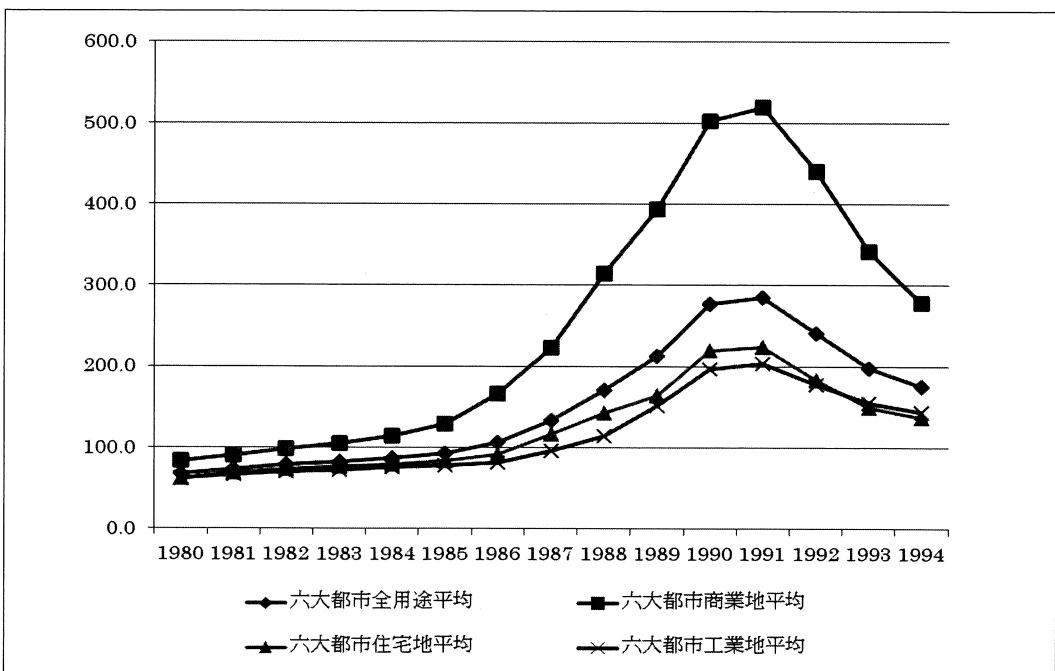
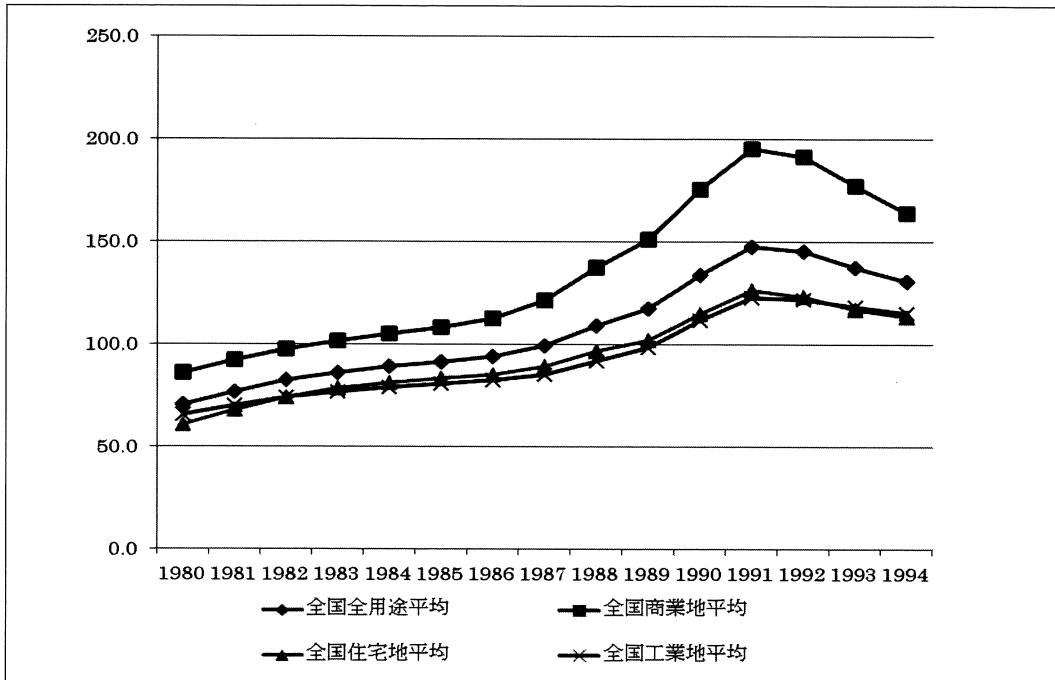
図表1：消費者物価指数（1980年～1994年）



（出所）総務省統計局ホームページ平成12年基準消費者物価指数全国総合より作成

次は、バブル経済の主役とも言える地価である。「市街地価格指数」から全国の全用途平均・商業地平均・住宅地平均・工業地平均、六大都市（東京区部、横浜、名古屋、京都、大阪、神戸）の全用途平均・商業地平均・住宅地平均・工業地平均をグラフにしたものが図表2と図表3である。

図表2（上：全国） 図表3（下：六大都市）



（出所）一般財団法人日本不動産研究所「市街地価格指数」指数は平成12年3月末＝100である。
六大都市は東京区部、横浜、名古屋、京都、大阪及び神戸である。

図表2も図表3も、1980年代後半から大きく地価が上昇しているが、全国よりも六大都市の地価が大きく上昇していること、また商業地の地価が特に大きく上昇していることがわかる。

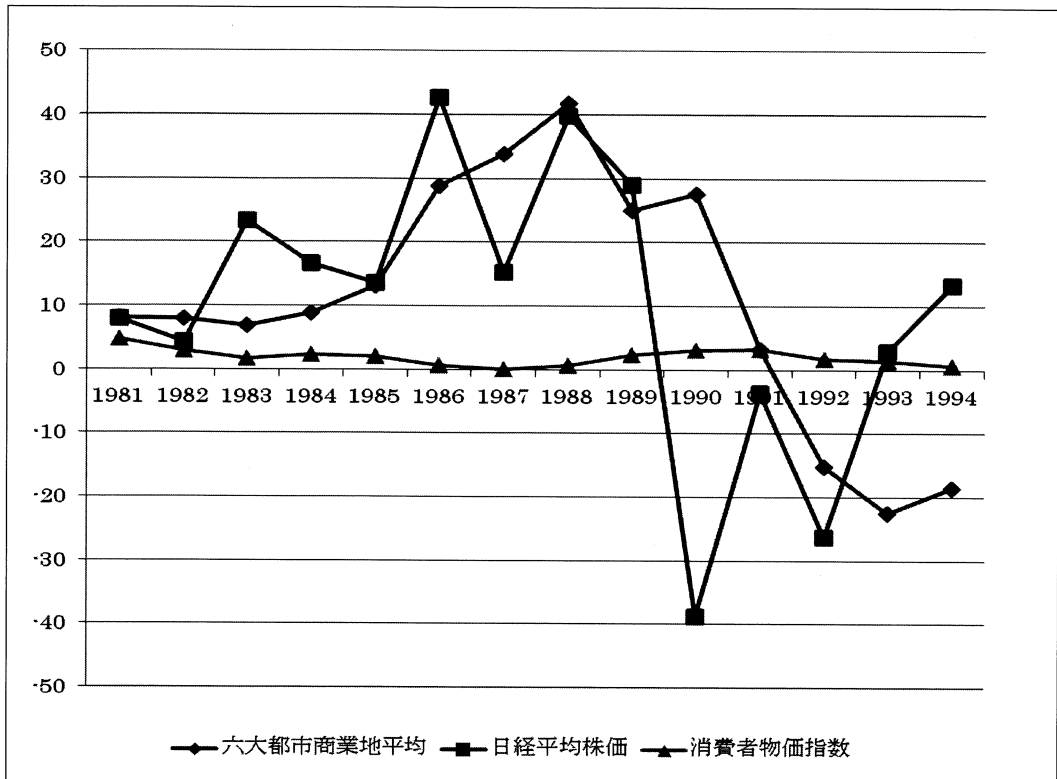
六大都市商業地平均では、すでに1984年から85年で13%程度の上昇となっているが、1985年から86年でおおよそ29%、86年から87年でおおよそ34%、87年から88年でおおよそ42%、88年から89年でおおよそ25%、89年から90年でおおよそ28%とその上昇幅は非常に大きい⁸。

次に、バブル期の特徴を捉えるため、図表1から消費者物価指数の変化率を、図表3から六大都市商業地平均の変化率を用い、さらに日経平均株価の変化率を用いてグラフにしたものが図表4である。消費者物価の安定した動きに対して、日経平均株価は、各年の終値をとっていることからトレンドこそつかめないが、乱高下していることがわかる⁹。それでも1986年、1988年、1989年は30～40%の伸びであることから、4万円近くまで到達した株価がバブルを象徴していることがわかる。また、六大都市商業地平均の地価は、1988年を成長率のピークに、1989年、1990年まで大きく成長し、指数上で下落が始まったのは1992年になっている。価格の下落は株価から始まり、地価が遅れて下落したという感じであるが、地価は株価と比べて、一度下落するとなかなか上昇トレンドに戻れないという特徴があることも図表2、図表3と合わせてみるとわかる。ここでは、バブル期の特徴として、一般的な物価が安定しているのに対して、地価・株価といった資産価格は1980年代後半を通じて大幅な上昇を経験していたことが確認された。従って、日本銀行が資産価格の変化をどのように見ていたのかという問題が提起されるのである。

一般的な物価と資産価格が乖離するのはどのような場合であろうか。まず、金融緩和の中で一般的な物価が安定する場合とは、需給ギャップがあって、総供給曲線が水平に近い場合、および総需要曲線のシフトと同時に総供給曲線が右シフトする場合が考えられる。この総供給曲線のシフトをもたらす要因としては、資本の蓄積や、生産性の上昇、また円高による輸入価格の下落などがある。

資産価格の高騰については、生産性の上昇により、資本分配率が引き上げられて収

図表4 消費者物価と地価・株価の変化



(出所) 「市街地価格指数」六大都市商業地平均の前年からの変化率（パーセント）

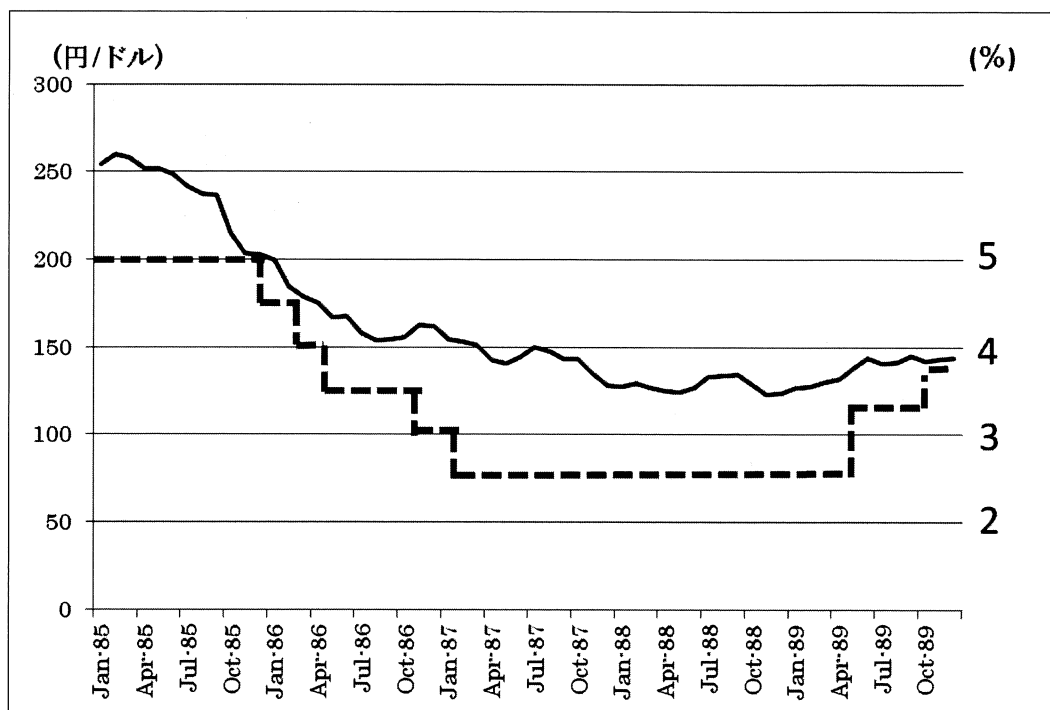
「日経平均株価」は日経プロフィールホームページ「日経平均資料室」年次データ各年終値より前年からの変化率

「消費者物価指数」は総務省統計局ホームページ平成12年基準消費者物価指数全国総合より前年からの変化率

益が改善し、資産価格を高めるなどの経路が考えられるが、1980年代後半の資産価格の高騰は、経済の基礎的要因（ファンダメンタルズ）だけでは説明できないものである。

図表5では、日本銀行による公定歩合操作の動きと、名目為替レートの変化について見ておく。本論では詳細な分析を行っていないので、グラフから直観的にわかることのみを述べることにする。プラザ合意直後に急激に円高が進んでから1年強で1ドル150円前後に到達しており、またちょうどその時期に、金利引下げ政策が続けて採られている。

図表5 名目為替レート（左：実線）と公定歩合（右：点線）

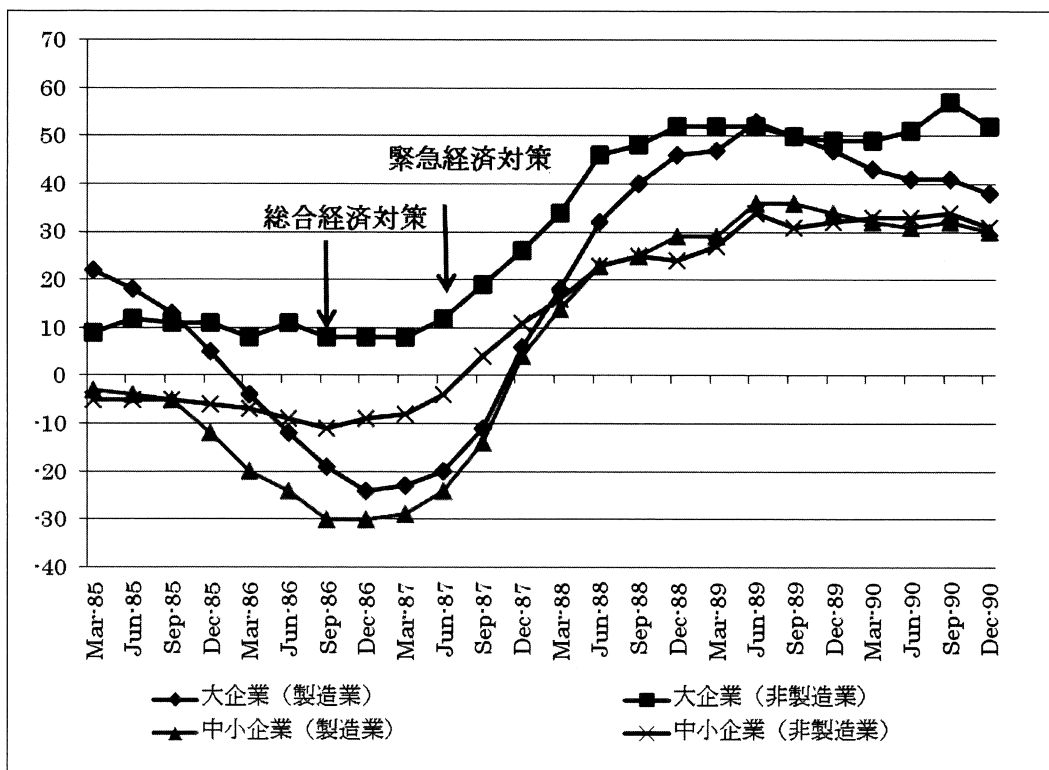


（出所）名目為替レートおよび公定歩合は日本銀行ホームページ 時系列統計データ検索サイトより。名目為替レートは東京市場のドル・円スポットレート17時時点/月中平均である。

図表6では、全国短観（企業短期経済観測調査）の業況判断DIを用いて、企業側から見た1980年代後半の状況を概観する。

製造業では、大企業、中小企業ともに円高不況の影響を強く受けていると思われる。非製造業の大企業のみが全体を通して好調であり、非製造業の中小企業は緊急経済対策後に、製造業の大企業、中小企業は1987年末ごろから状況がよくなってきている。

図表6 全国短観（企業短期経済観測調査）業況判断 DI



（出所）日本銀行ホームページ 時系列統計データ検索サイトより。

第4節 為替レート安定と国際協調

1980年代後半、日本銀行が金融政策を決定する際に、物価の安定は優先されていたが、資産価格については言及されることがあるかないかという程度であり、それよりも為替レート安定への国際協調が重要な比重を占めていたと思われる。ここでは、図表7を用いて、この時期の日本銀行、アメリカFRB、ドイツ Bundesbankの金融政策運営を比較する。

1986年から1987年にかけての5回にわたる公定歩合引下げのうち、最初は日本銀行の単独であったが、第2回以降は、そのタイミングがアメリカの引下げと同一や、日米の政府声明ないしG7の共同声明と同一であるなど、金利引下げ政策に関しては国際的な政策協調の枠組みに強く影響されている。このため、国民の間には漠然と「金

図表7 日本銀行、FRB、ブンデスバンクの金融政策運営

	日本銀行 公定歩合：％	アメリカFRB 公定歩合, FF金利：％	ドイツブンデスバンク レボ金利, ロンバート金利：％
1986. 1. 30	5.0 ⇒ 4.5		
1986. 3. 10	4.5 ⇒ 4.0	引下げ発表日同じ	引下げ発表日同じ
1986. 4. 21	4.0 ⇒ 3.5	引下げ実施日同じ	
1986. 11. 1	3.5 ⇒ 3.0	日本の引下げ日に宮沢喜一・ペーカーによる為替安定のための共同声明	
1987. 2. 23	3.0 ⇒ 2.5	日本の引下げ日にルーブル合意の共同声明	日本の引下げ日にルーブル合意の共同声明
1987. 9. 4		公定歩合引上げ 5.5 ⇒ 6.0	
1987. 9. 23			レボ金利引上げ 3.60 ⇒ 3.65
1987. 10. 7			レボ金利引上げ 3.65 ⇒ 3.75
1987. 10. 14			レボ金利引上げ 3.75 ⇒ 3.85
1987. 10. 19	株式市場暴落←	ブラック・マンデー	→株式市場暴落
11月 半ばまで		FF金利を引下げ 7.59 ⇒ 6.72	
1987. 11. 5			ロンバート金利引下げ決定 (6日実施) 5.0 ⇒ 4.5
1987. 12. 3			公定歩合引下げ決定 (5日実施) 3.0 ⇒ 2.5
1988. 6. 30			公定歩合引上げ決定 (7月1日実施) 2.5 ⇒ 3.0
1988. 7. 28			ロンバート金利引上げ決定 (29日実施) 4.5 ⇒ 5.0
1988. 8. 9		公定歩合引上げ 6.0 ⇒ 6.5	
1988. 8. 25			公定歩合引上げ決定 (26日実施) 3.0 ⇒ 3.5
1989. 5. 31	2.5 ⇒ 3.25		
1989. 10. 11	3.25 ⇒ 3.75		

利は国際的な関係を考慮しながら関係国と相談しながら決めていくものである」いう観念が広がっていった（翁・白川・白塚（2000））のである。

香西・伊藤・有岡（2000）による金融政策に関する因果性テストにおいても、コールレートに為替相場が「原因」として影響力を持っていることが示されている。結果として、さらに分析を必要とする側面もあるが、物価が安定していたことを背景として、為替レートの安定・国際政策協調は金融政策の最優先課題に近いものであったと考えることができる。

この国際政策協調の枠組みを強く印象づけたのはプラザ合意である。プラザ合意は、ドル高是正のための外国為替市場における協調介入と、日本と西ドイツなどの黒字国は内需拡大政策に、赤字国であるアメリカは財政赤字削減に取り組むマクロ経済政策協調を目的としたものである。日本では、財政再建という制約のために、金融政策への依存度が強くなったことを考えると、国際政策協調を優先させた結果、バブル経済が生じ、それが膨張するのを放任した責任を金融政策のみに押し付けるのは難しいと思われる。

もう1つ考慮しなくてはならないのは、為替レートの安定についてである。プラザ合意は、外国為替市場においてドルの価値が安定することにより、投資家の行動を抑制するという意味も持っている。為替レートの安定は、日本だけではなく主要国が強い関心を持っている要素であり、日本は経常収支黒字国であったために、為替レートの安定に関する国際協調に協力するように求められたのである。また日本国内でも変動相場制というシステムに対する理解がまだ浸透しておらず、円高をはじめとする為替レート変動に対して恐怖感が払拭されていなかったことが、為替レートの安定を目的とする国際協調を優先し、それに影響を受ける金融政策へとつながったと考えることができる。

第5節 まとめ

本論文では1980年代後半の日本経済に焦点を当て、プラザ合意からルーブル合意までを概観した上で、経済指標の動きを参考にしながら、国際政策協調と日本銀行の金

融政策について再考した。第3節のグラフからは、消費者物価の安定的な動きに対して、日経平均株価、市街地価格指数の急激な上昇が1980年代後半に生じていたことが確認され、その資産価格の高騰がいわゆる「バブル」と呼ばれているものであることが概観できた。

バブル経済が生じた原因として、日本銀行の金融政策運営が取り上げられることがある。また、金利引下げについては、アメリカ、ドイツと協調しているのに対して、金利引上げについては両国の対応からかなり遅れており（図表7を参照）、これが1990年代以降の不況につながったとも言われている。本論でも1986年から1987年にかけての5回にわたる金利引下げ政策に関して、国際的な政策協調の枠組みに強く影響されていると述べた。日本銀行は国際政策協調の枠組みとしてのプラザ合意により、ドル高是正を目的とする協調介入と、財政再建という制約の中での金利引下げ政策で対応してきたが、中央銀行は一般的な物価の安定に集中するのが仕事であり、地価・株価はその範囲ではないということも可能である。例えば、金利引下げ政策の時期と前後して、企業本社・事業所の東京集中が促され、またジャパン・マネー運用を目的とする外資系銀行・証券会社の東京進出がすすみ、1987年の「第4次全国総合開発計画」では東京が世界都市と位置づけられて東京を中心とする交流ネットワーク構想が掲げられている。同年には、「総合保養地整備法（リゾート法）」による民間活力利用のための税制特別措置や資金援助、規制緩和措置も採られており、これらによる地価の上昇は当然予測できるところである（渡辺（2011））。

日本銀行の対応に関しては、国内均衡に専念しにくい状況であったことは事実である一方で、国際協調についてはその有効性に疑問を呈し、限界を指摘する意見も聞かれる。そういう意味では、国際政策協調を優先させながら、景気対策を担う役割も持っていた日本銀行の金融政策には評価できるところもある。

しかしながら、地価や株価など資産価格の大幅な変動、バブルの発生防止に関しては、一般的な物価である卸売物価や消費者物価の安定と合わせて、金融政策が担うべき部分であると考えられる。金融緩和が日本のバブルの主要な原因となっているからである。

1980年代後半のように、消費者物価などは安定しているが、資産価格にバブルの要素が見られるような場合には、資産価格を抑制するための売買に関わる融資制限など、消費者物価と区別した金融政策が必要となる。

また、円高不況のように景気がよくない状況の場合には、景気を刺激する政策が必要となるが、景気対策としては政府が財政政策を、その際の物価安定対策としては日本銀行が金融政策を用いることによって、卸売物価、消費者物価など一般的な物価は安定させつつ景気を拡大させることが可能になる。さらに、資産価格にバブルの兆候が見られる場合には、一般的な物価を安定させる金融政策とは別に、資産の売買に関わる融資を抑制するような金融政策を採ることが必要である。これらの政策手段も、国際政策協調などの要因でそのとり方、効果が変わってくるについてさらなる分析が必要となるであろう。

本論は1980年代後半に生じた経済事象の紹介にとどまっており、論点を絞った分析ができていない。バブル期の金融政策が、現在にまで何らかの影響を及ぼしていることを考慮すれば、金融政策や財政政策の効果に関する分析、国際政策協調に影響を受ける政策決定者の行動などについて、新たな側面から捉える研究が必要となるであろう。そのような研究を今後の課題とする。

〔参考文献〕

翁邦雄・白川方明・白塚重典「資産価格バブルと金融政策：1980年代の日本の経験とその教訓」、『金融研究』第19巻第4号、日本銀行金融研究所、2000年12月。

香西泰・伊藤修・有岡律子「バブル期の金融政策とその反省」、『金融研究』第19巻第4号、日本銀行金融研究所、2000年12月。

渡辺健一「バブル期における金融政策」、『成蹊大学経済学部論集』第42巻第1号、2011年7月。

註

- 1 経常収支赤字と財政赤字は「双子の赤字」と呼ばれている。
- 2 為替レート政策や内需拡大に向けての財政政策はマクロ的な経済政策であるが、市場開放政策は特定の産業について市場を開放する政策であり、マクロ的なものではないため、議論を必要とする。
- 3 外国為替市場介入の効果には、直接的なものと間接的なものがある。直接的な効果は、介入による為替レート変化であるが、間接的なものには「アナウンスメント（シグナリング）効果」による為替レート変化がある。例えば、ドル高是正のアナウンスがされた場合、介入前（例えば1ドル240円の時）に、投資家Aが1ドルを240円に換えておくとする。このように投資家がドル売り円買いをすれば、介入を行わなくても為替レートは円高ドル安に進む。なお、1ドル200円になったとすると、投資家Aが240円をドルに換えれば1.2ドルになる。
- 4 円高が主要な要因であるが、原油安、国内物価の安定も公定歩合引き下げの背景となっている。
- 5 Jカーブ効果とは、例えば円ドル為替レートが円高に動いた場合、数量調整などに時間がかかることから、当初は黒字が増加（してある程度時間が経った後に黒字が減少）するというものである。また、円高により国内の景気が悪化すると、所得の減少により海外からの輸入が減少することから、輸出を一定とすると、黒字が増加する。この時期に経常収支黒字が増加した理由としてこの2つが挙げられる。
- 6 輸出中小企業、特に繊維、雑貨、電機・自動車の下請け企業は1ドル170円前後にまで進んだ円高に対応できず、軒並み赤字に陥っていた。
- 7 ただ、マネーサプライの動向等については十分な注意を払う必要があるとしており、金融機関にも節度ある融資態度を維持するよう求めている。
- 8 1990年から91年では、地価は3%の上昇と鈍化し、その翌年からは大幅に下落している。
- 9 1987年は、世界的な株式市場暴落であるブラック・マンデーの影響を受けている。